



JACEK KOTŁOWSKI TEL. 829 0183
ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
ARTUR ULBRICH TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

STRON: 5

Daily Letter**czwartek, 1 lutego 2007**

Makroekonomia

RPP nie zmieniła stóp procentowych

Wg Rady obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu inflacyjnego

Rada ocenia, że w krótkim okresie CPI będzie się znajdował poniżej poziomów przewidywanych w projekcji

Rada bezpośrednio przyznała, że oprócz ECMOD opiera się również na innych modelach

Zgodnie w oczekiwaniach RPP nie zmieniła wczoraj poziomu stóp procentowych (stopa referencyjna pozostała na poziomie 4,0%). W informacji po posiedzeniu Rady znalazły się ponadto stwierdzenia, które pozwalają ocenić szansę na podwyżki stóp procentowych w najbliższych kwartałach jako bardzo ograniczone. „... *obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%*” – uznała Rada. Pomimo, iż w informacji po posiedzeniu można było odnaleźć punkty wspólne z „jastrzębim” komunikatem z grudnia, to kontekst użycia sformułowania „*może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej*” dotyczył tym razem stabilizacji inflacji i wzrostu gospodarczego w długim a nie w średnim okresie.

Rada oceniła, że wzrost inflacji, pomimo wyższego wzrostu płac powinien być w średnim okresie umiarkowany. Sprzyjać temu będą czynniki zewnętrzne, w tym wynikająca z globalizacji niska dynamika cen w koszyku dóbr typu tradable. Rada podkreśliła, iż w krótkim okresie inflacja oraz inflacja netto mogą kształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż przewiduje najnowsza projekcja inflacyjna NBP. W informacji po swoim posiedzeniu Rada umieściła również średniokresowe prognozy ekspertów NBP dla inflacji i PKB przygotowane w oparciu o model ECMOD. Prognozy te wskazują na wyższe niż w projekcji październikowej tempo wzrostu PKB w 2007 i niższe w 2008 roku. Prognozowany poziom inflacji, również tej na koniec 2007 roku, jest natomiast zbliżony do tego z projekcji październikowej, mimo zdecydowanie niższych wartości wskaźnika inflacji rocznej w krótkim okresie. **Oznacza to, że eksperci NBP spodziewają się nagłego przyspieszenia procesów inflacyjnych w 2007 roku, która to opinia nie wydaje się być zgodna ze zdaniem RPP.** Co ciekawe, środek przedziału prognoz inflacji na 2009 rok znajduje się powyżej 3,5%, a więc górnej granicy celu inflacyjnego NBP. Dziś o godzinie 10.00 zostanie opublikowana pełna wersja projekcji. Należy podkreślić, że swój sceptycyzm odnośnie wiarygodności prognoz z modelu ECMOD członkowie RPP wyrazili tym razem w sposób bardzo bezpośredni stwierdzając „*wprowadziliśmy pewne zmiany polegające na tym, że są też inne prace prognostyczne [poza tymi opartymi o model ECMOD], z którymi Rada się zapoznała*”.

Prof. Andrzej Wojtyła zwrócił uwagę podczas konferencji prasowej, na postępujące zmiany strukturalne w gospodarce światowej, co sprawia, że stosowane dotychczas modele mogą źle oszacowywać reakcję gospodarki na szoki. Jego zdaniem świadczą o tym choćby umiarkowane reakcje gospodarek na wzrosty cen paliw w ubiegłych latach. Wobec powyższego publikacja projekcji inflacyjnej nie będzie miała żadnego znaczenia dla rynków finansowych.

Jedną z nielicznych jasnych deklaracji nowego prezesa było natomiast stwierdzenie, że jest przeciwnikiem stosowania interwencji walutowych – jest on wprawdzie świadomy istnienia

takiego instrumentu, ale jednocześnie uważa, że należy go stosować jedynie w sytuacjach wyjątkowych.

Podtrzymujemy pogląd, że stopy procentowe pozostaną niezmienione w tym roku

Oceniamy, że **korzystne perspektywy dla inflacji w średnim okresie (naszym zdaniem inflacja i inflacja netto na koniec 2007 roku będą kształtowały się na poziomie około 2,3% i w okolicach środka celu inflacyjnego w roku 2008) i co równie ważne, widoczna zmiana osądu procesów inflacyjnych w samej RPP, niemalże wykluczają podwyżki stop w 2007 roku.** Oczekiwania na podwyżki odrodzą się prawdopodobnie dopiero w drugiej połowie 2007 roku. Podobną opinię wyraził dzisiaj S. Owsiak z RPP stwierdzając: „w bieżącym roku, jeśli w ogóle będzie konieczna podwyżka stóp, to dopiero pod koniec roku i wystarczy 25-50 punktów bazowych jako sygnał, że RPP czuwa nad przyszłością”.

Stopy w USA bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił wczoraj oficjalne stopy procentowe w USA na dotychczasowym poziomie (5,25% dla stopy docelowej funduszy Fed). Tym razem decyzja była jednogłówna (od stycznia prawo głosu stracił Jeffrey Lacker). W komunikacie po posiedzeniu nastąpiło kilka istotnych zmian. **Fed nadal uważa, że podstawowym zagrożeniem jest wysoka inflacja i nie zmienił akapitu o możliwym zacieśnieniu polityki monetarnej.** Pomimo tego stwierdzenia, Fed dostrzega poprawę w bieżących danych o inflacji netto, nadal oczekiwane jest osłabienie presji inflacyjnej. Zmieniła się ponadto ocena bilansu ryzyk dla wzrostu gospodarczego – Fed uznał, że ostatnie dane wskazywały na „nieco silniejszy” wzrost gospodarczy, dodatkowo uznał, że na rynku mieszkaniowym widać już pewne oznaki stabilizacji. Komunikat potwierdza zatem nasze oczekiwania dotyczące przyszłych stóp procentowych – **Fed najwyraźniej uznaje, że ryzyka w gospodarce amerykańskiej są obecnie zbilansowane i nie ma potrzeby zmiany stóp procentowych.** Oczekujemy, że stopy procentowe w USA w pierwszej połowie roku pozostaną na niezmiennym poziomie.

Rynek walutowy

FIXING NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,8898	2,9943

Dzisiejsze poziomy otwarcia:

EUR/USD 1,3025 EUR/JPY 157,00 EUR/PLN 3,8935 USD/PLN 2,9885 (-19,6% wzg. koszyka). *Sesja azjatycka przyniosła dalszą realizację zysków na krótkich pozycjach w jenie, a na początku sesji europejskiej kurs EUR/JPY niżkował do poziomu 156,80 (USD/JPY 121,20). Do osłabienia euro (także wobec dolara – 1,2930) przyczyniła się publikacja danych o inflacji w strefie euro (1,9% r/r wobec oczekiwanego 2,1%; wyczekiwanie na dane makro z USA sprzyjało konsolidacji EUR/USD (w paśmie 1,2935-65). Publikacja - niespodziewanie pozytywnych - danych dot. amerykańskiego PKB (+3,5% r/r w IV kw.) pozwoliła dolarowi umocnić się (1,2926) co jednak zostało wykorzystane przez inwestorów do realizacji zysków na krótkich pozycjach w euro; przełamanie oporu 1,2970/90 EUR/USD uruchomiło zlecenia stop-loss, do wyprzedży dolara przyczyniła się również informacja o spadku indeksu Chicago PMI (48,8). Pod koniec sesji kurs euro wzrósł do poziomu 1,3019. Początek sesji europejskiej przyniósł nieznaczne osłabienie złotego, w oczekiwaniu na decyzję (oraz komunikat) RPP kurs EUR/PLN wyżkował do poziomu 3,9350 (USD/PLN 3,0425). Poprawa nastrojów wobec regionu (CE4) przyczyniła się do umocnienia złotego w drugiej połowie*

dnia, po informacji o pozostawieniu przez RPP stóp procentowych na dotychczasowym poziomie kurs EUR/PLN zniżkował do poziomu 3,9220 (USD/PLN 3,03); przy umiarkowanym wolumenie transakcji kolejne godziny przyniosły konsolidację w paśmie 3,9240-3,9310 EUR/PLN. Osłabienie dolara pod koniec sesji (po publikacji Chicago PMI) przyczyniło się do umocnienia rynków wschodzących, kurs EUR/PLN zniżkował do poziomu 3,9100 (..EUR/HUF odp. do 255,80 ..EUR/CZK 28,07). Komentarz prezesa Skrzyпка, że „bank centralny nie zamierza wpływać na kurs złotego” został pozytywnie odebrany przez rynek, podobnie jak neutralna w tonie wypowiedź dot. inflacji.

Rozczarowanie inwestorów komunikatem Fed, który okazał się „za mało jastrzębi” skłoniło do odwracania krótkich pozycji w euro, dolar tracił również na wartości wobec jena (120,46). Udana polowanie na zlecenia stop-loss powyżej 1,3050 może zadecydować o dalszym umocnieniu euro w krótkim terminie. Osłabienie dolara oraz stosunkowo neutralny w tonie komunikat Fed przyczyniły się do dalszego umocnienia walut regionu CE4, złoty umocnił się osiągając poziom wsparcia 3,8900 EUR/PLN. Prawdopodobny wydaje się ponowny test wsparcia, przełamanie otwiera drogę na 3,8750/3,8650 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Konsolidacja powyżej wsparcia 1,3000/1,2990 przed prawdopodobnym testem poziomu oporu 1,3045/50, przełamanie otwiera drogę na 1,3080/1,3100.

wsparcie	opór
1,3000	1,3080/00
1,2970/80	1,3045
1,2930	



Źródło: Reuters

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	3.9016	3.9009
ATM	BID	ASK
1 W	8.75	9.75
1 M	7.10	8.10
2 M	7.10	8.10
3 M	7.00	8.00
6 M	7.05	7.75
1 Y	7.00	7.70
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.50	1.40
Fly	0.30	0.40

USDPLN		
SPOT	2.9952	2.9970
ATM	BID	ASK
1 W	9.00	10.00
1 M	9.10	10.10
2 M	9.00	10.00
3 M	9.00	10.00
6 M	9.15	9.85
1 Y	9.05	9.75
DELTA = 25		
	1 M	1 Y
RR	1.40	1.45
Fly	0.40	0.65

Przełamanie 3,9100 EUR/PLN przybliży test silnego poziomu wsparcia 3,8900 (dzienne zamknięcie poniżej tego poziomu potwierdzałoby powrót złotego do trendu wzrostowego w krótkim terminie). Kluczowym poziomem wsparcia pozostaje 3,8650 EUR/PLN, ewentualna korekta powinna zostać powstrzymana ok. 3,9100/50 EUR/PLN.

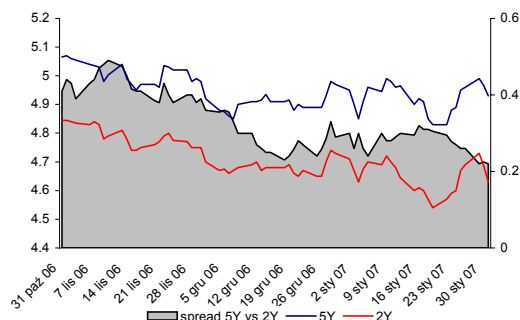
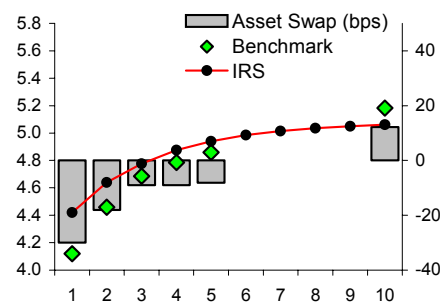
wsparcie	opór
3,8900	3,9400
3,8750	3,9250
3,8650	3,9100/50



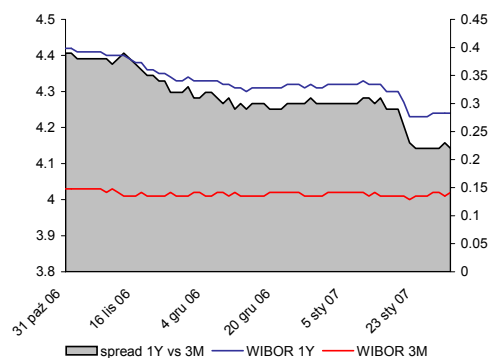
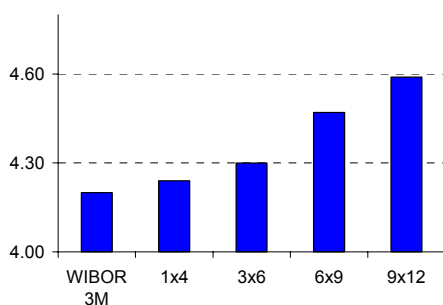
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4.37	4.47
2Y	4.60	4.69
3Y	4.73	4.82
4Y	4.83	4.92
5Y	4.89	4.98
6Y	4.93	5.02
7Y	4.96	5.05
8Y	4.98	5.07
9Y	5.00	5.09
10Y	5.01	5.10



depo	BID	ASK
ON	3.96	4.11
1M	4.01	4.11
3M	4.05	4.20
FRA	BID	ASK
1x2	4.10	4.15
1x4	4.19	4.24
3x6	4.25	4.30
6x9	4.41	4.47
9x12	4.53	4.59



Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 1 lutego 2007

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	10:00	Wskaźnik PMI	styczeń	-	56,2	56,5
USA	14:30	Liczba nowych bezrobotnych	27 stycznia	-	315 tys.	325 tys.
USA	14:30	Dochody osobiste	grudzień	-	0,5%	0,3%
USA	14:30	Wydatki osobiste	grudzień	-	0,7%	0,5%
USA	16:00	Wskaźnik ISM	styczeń	-	51,9	51,4

UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRACOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.